

Vài nét về doanh nghiệp

REE là doanh nghiệp đa ngành hiện đang kinh doanh chính trong 3 mảng gồm năng lượng, cho thuê văn phòng (VP) & BĐS và cơ điện lạnh (M&E). Tổng công suất mảng điện theo tỷ lệ sở hữu của của REE ở mức 1.051 MW.

Khuyến nghị

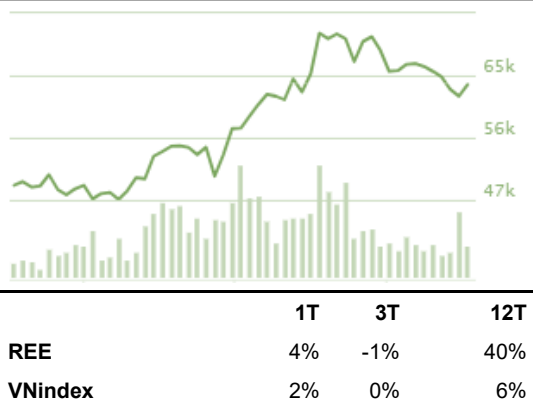
MUA

Giá mục tiêu (06/02/2025)	76.00
Tiềm năng tăng giá	15%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Đa ngành
Thị giá (06/02/2025)	66.00
Biến động 1 năm	48.60 – 73.90
KLGD bình quân 52T (tr.cp)	1.52
Vốn hóa (Tỷ đồng)	28.482
P/E	16,5
P/B	1,4
%NN sở hữu	49%

Diễn biến giá



Tỷ lệ sở hữu

Platinum Vicotry Pte.Ltd	41.4%
Nguyễn Thị Mai Thanh	12.8%

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Quang Nhứt

nqnhut@vcbs.com.vn

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>

TRIỂN VỌNG TĂNG TRƯỞNG TÍCH CỰC

Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA đối với REE với giá mục tiêu **76.000 đồng/cp** (tương đương triển vọng tăng 15% so với giá hiện tại) như trong công bố trong báo cáo ngành điện 1H2025. Chúng tôi đánh giá REE có tiềm năng tăng trưởng tốt trong năm 2025 với các luận điểm sau: (1) Doanh thu bất động sản và cho thuê VP tăng trưởng nhờ hai sản phẩm mới; (2) Mảng M&E phục hồi với backlog tích cực từ sân bay Long Thành; (3) Mảng năng lượng kỳ vọng tăng trưởng với nhà máy thủy điện Thác Bà 2.

KQKD 2024

Trong Q4/2024, doanh thu đạt **2.336 tỷ đồng (+13% YoY)** và LNST đạt **599 tỷ đồng (+9% YoY)**. Lũy kế năm 2024, doanh thu và LNST lần lượt đạt **8.395 (-2% YoY) tỷ đồng và LNST CDM đạt 1.994 tỷ đồng (-9% YoY)**, lần lượt hoàn thành 79% và 83% KHKD năm 2024 của công ty. LNST của REE đi lùi do chịu ảnh hưởng từ thời tiết bất lợi tác động mảng năng lượng và tiến độ bán hàng, bàn giao dự án The Light Square chậm hơn kỳ vọng.

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Trong năm 2025, VCBS kỳ vọng REE tăng trưởng từ nền thấp của năm 2024, doanh thu dự kiến đạt 9.951 tỷ (+23% YoY) đến từ các động lực chính sau:

- **Doanh thu bất động sản và cho thuê VP tăng trưởng nhờ Etown 6 và The Light Square.** Trong năm 2025, VCBS dự phóng doanh thu mảng BĐS và cho thuê VP tăng trưởng 61% YoY với giá định bàn giao 50% dự án The Light Square và lấp đầy khoảng 70% Etown 6.
- **Mảng M&E phục hồi từ nền thấp với lượng backlog tăng trưởng mạnh mẽ.** Lượng backlog cuối năm 2024 đạt 4.447 tỷ đồng (+330% YoY), khối lượng công việc chủ yếu đến từ sân bay Long Thành. VCBS kỳ vọng doanh thu năm 2025 mảng M&E tăng trưởng 25% YoY.
- **Mảng năng lượng kỳ vọng tăng trưởng nhẹ với nhà máy thủy điện Thác Bà 2.** Trong năm 2025, VCBS dự phóng doanh thu mảng năng lượng của REE tăng nhẹ 3% YoY do (1) Các nhà máy thủy điện dự kiến vận hành như năm 2024 khi tích nước chủ động trong 1H2025, (2) Hệ số thanh toán theo hợp đồng tiếp tục duy trì ở mức 98%, (3) NMTĐ Thác Bà 2 (18,9 MW) đi vào vận hành.

Chỉ tiêu tài chính	2023	2024	2025F
Doanh thu (tỷ đồng)	8.570	8.384	9.951
+/-%	-9%	-2%	19%
LNST (tỷ đồng)	2.787	2.397	3.055
+/-%	-21%	-14%	27%
Nợ/TTS (%)	31%	29%	23%
TS LN gộp (%)	43%	37%	39%
EPS - TTM (đồng)	5.354	4.234	4.693

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH Q4.2024

Đơn vị: tỷ đồng	Q4/2024	YoY	2024	YoY	KH 2024 REE	%Đạt KH	%Dự phóng VCBS	Thuyết minh
Doanh thu thuần	2.334	13%	8.383	-2%	10.588	79%	90%	Doanh thu Q4/2024 tăng trưởng nhẹ so với cùng kỳ cả ba mảng kinh doanh cốt lõi
Năng lượng	1.299	5%	4.240	-12%	5.061	84%	97%	Doanh thu cải thiện tăng nhẹ 5% YoY trong Q4/2024 chủ yếu nhờ nhóm thủy điện, điện mặt trời và điện bán lẻ.
Thủy điện	824	8%	2.450	-20%				Doanh thu thủy điện cải thiện nhờ giá bán bình quân cải thiện khi giá thị trường toàn phần (FMP) trong quý 4/2024 ước đạt 1.551 kWh (+60% YoY).
Điện mặt trời	62	7%	271	6%				Sản lượng tăng 3% YoY cùng giá bán bình quân tăng 2,2% YoY giúp điện mặt trời có doanh thu cải thiện 7% YoY.
Điện gió	222	-13%	795	-6%				Doanh thu giảm cùng pha với sản lượng.
Điện bán lẻ	189	15%	723	15%				Doanh thu tăng trưởng nhờ sản lượng điện tăng trưởng tốt và giá bán lẻ điện tăng.
Cho thuê VP và BĐS	272	10%	1.149	10%	2.137	54%	63%	Trong Q4/2024, doanh thu cho thuê VP và BĐS có sự tăng trưởng 10% YoY nhờ E.town 6 đã hoàn thành và đi vào hoạt động. Mảng bất động sản với dự án The Light Square trong Q4/2024 không ghi nhận doanh thu.
M&E	693	21%	2.880	9%	3.245	89%	98%	Doanh thu có sự tăng trưởng tốt nhờ vào việc REE hoàn thành ghi nhận các dự án đã thực hiện trước đó với lượng backlog dần phục hồi.
Nước	70	775%	114	70%	145	79%	85%	
LNST CDM	679	7%	1.994	-9%	2.409	83%	89%	LNST CDM tăng 35%YoY chủ yếu nhờ vào kết quả tích cực của mảng năng lượng và M&E
Sản lượng	2.928	-13%	10.658	3%				
Điện mặt trời	63	3%	290	1%				Sản lượng điện mặt trời ổn định, tăng nhẹ nhờ bức xạ tốt.
Điện gió	102	-14%	364	-7%				Sản lượng giảm do tốc độ gió kém hơn cùng kỳ, nhà máy vận hành ổn định.
Nhiệt điện	997	-13%	4.575	30%				Sản lượng điện trong Q4/2024 giảm sút do ưu tiên huy động nhóm thủy điện tại khu vực phía Bắc.
Thủy điện	1.766	-12%	5.429	-12%				Sản lượng thủy điện giảm sút trong Q4/2024 do mùa mưa đến trễ tại khu vực miền Trung.

Nguồn: REE, VCBS ước tính

Kết quả kinh doanh của REE 2024 giảm sút và thấp hơn KHKD của doanh nghiệp đề ra

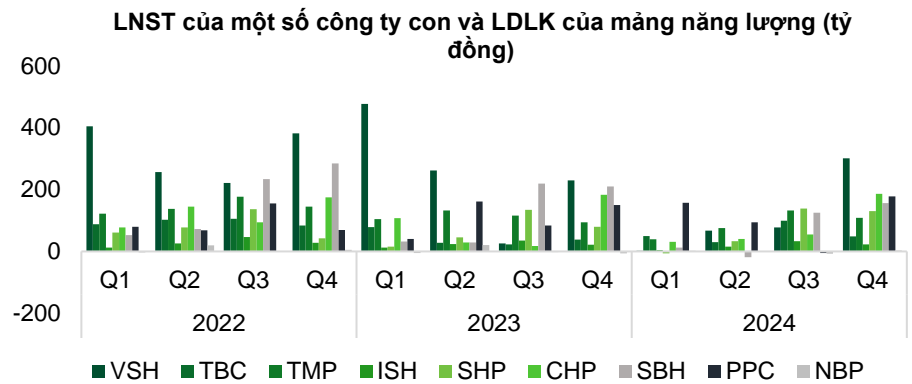
Doanh thu và LNST lần lượt đạt 8.395 (-2% YoY) tỷ đồng và LNST CDM đạt 1.994 tỷ đồng (-9% YoY), lợi nhuận gộp của REE giảm 16% YoY. Chúng tôi đánh giá rằng kết quả kinh doanh kém khả quan nói trên bị ảnh hưởng chủ yếu từ:

- (1) Mảng năng lượng gặp giai đoạn thời tiết không thuận lợi và sự điều chỉnh trong cách huy động, hệ số thanh toán theo hợp đồng,
- (2) Chi phí vận hành, khấu hao, lãi vay của các dự án mới như Etown6, Nhà máy nước Sông Đà tăng khi các dự án đi vào vận hành và đạt công suất cao.
- (3) Tiến độ bàn giao và ghi nhận doanh thu của dự án the Light Square không đạt kỳ vọng.

MẢNG NĂNG LƯỢNG

Mảng năng lượng có KQKD kém khả quan chủ yếu do nhóm thủy điện

Doanh thu và lợi nhuận của mảng điện trong năm 2024 giảm lần lượt 12% YoY và 24% YoY. Nguyên nhân chính của sự sụt giảm này đến từ nhóm thủy điện.



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Fiinpro, VCBS tổng hợp

- **Thủy điện:** Doanh thu giảm 20% YoY, LNST giảm 28% YoY do tác động tiêu cực từ thời tiết khiến sản lượng giảm 12% YoY và việc điều chỉnh hệ số thanh toán theo hợp đồng lên mức 98%. Lũy kế cả năm, sản lượng thủy điện giảm sút do thủy văn kém hơn cùng kỳ tại khu vực miền Trung và Nam trong nửa đầu năm do tác động của El Nino. Trong khi các nhà máy điện tại khu vực phía Bắc có thủy văn tốt hơn phải tích nước chủ động chuẩn bị cho cao điểm vào mùa khô. Trong 2H2024, các nhà máy thủy điện tại khu vực miền Trung có lưu lượng nước về hồ thấp hơn do mùa mưa đến trễ.
- **Điện gió:** Các nhà máy điện gió vận hành ổn định, tốc độ gió thấp hơn năm 2023 đã tác khiến sản lượng cả năm giảm 7% YoY. Tuy nhiên, hệ số công suất ước tính ở mức 33% - tương đối cao so với mặt bằng chung của ngành.
- **Điện mặt trời:** Điện mặt trời có sản lượng tăng nhẹ 1% YoY nhờ bức xạ tốt, các nhà máy hoạt động ổn định.
- **Điện bán lẻ:** Điện Trà Vinh hưởng lợi từ việc giá bán lẻ điện bình quân tăng cùng với sản lượng điện tăng tốt đã giúp doanh thu tăng trưởng mạnh,
- **Nhiệt điện:** Nhiệt điện có sản lượng tăng trưởng mạnh 30% YoY nhờ nhiệt điện được ưu tiên huy động từ 1H2024 và tổ máy S6 của PPC vận hành trở lại cả năm.

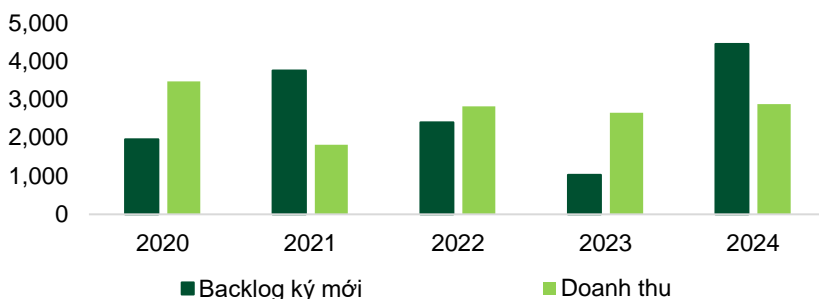
MẢNG CƠ ĐIỆN LẠNH (M&E)

Mảng M&E có KQKD tăng trưởng tốt và backlog tích cực

Kết quả kinh doanh của mảng M&E năm 2024 tích cực, doanh thu tăng 9% YoY, LNST đạt 150 tỷ (cùng kỳ ghi nhận lỗ 9 tỷ đồng). Backlog tích cực cùng với việc REE hoàn nhập dự phòng khoản phải thu khó đòi nhờ vào việc có thể thu lại các khoản quá hạn đã cải thiện kết quả kinh doanh của mảng M&E. Giá

trị backlog ký mới tính đến cuối năm 2024 đạt 4.447 tỷ đồng (+330% YoY) chủ yếu đến từ khối lượng công việc của sân bay Long Thành.

Doanh thu và backlog ký mới mảng M&E của REE (tỷ đồng)



Nguồn: REE, VCBS tổng hợp

Đối với thương hiệu điều hòa REEtech, doanh thu tăng 26% YoY nhờ sản lượng tăng 53% YoY trong bối cảnh thời tiết nắng nóng đã góp phần thúc đẩy tăng trưởng cả mảng M&E.

MẢNG CHO THUÊ VP VÀ BĐS

Mảng cho thuê VP và BĐS đối mặt với áp lực từ chi phí khấu hao, lãi vay và bán hàng dự án mới.

Mảng cho thuê văn phòng ghi nhận doanh thu đi ngang và LNST giảm 11% YoY. Doanh thu đi ngang mặc dù tổng diện tích sàn gia tăng khoảng thêm 25% trong năm 2024 do tỷ lệ lấp đầy của các văn phòng hiện hữu giảm, tỷ lệ lấp đầy của Etown6 trong năm đầu tiên chưa đạt kỳ vọng. Mặc dù giá cho thuê bình quân của REE có sự cải thiện nhưng LNST giảm sút do REE bắt đầu ghi nhận chi phí lãi vay, khấu hao Etown 6 trong khi tỷ lệ lấp đầy còn chưa cao.

Mảng BĐS ghi nhận doanh thu 80 tỷ đồng, LNST 33 tỷ đồng nhờ vào việc bàn giao dự án The Light Square. REE cho biết doanh nghiệp hiện đang tập trung đẩy mạnh bán hàng.

MẢNG NƯỚC VÀ MÔI TRƯỜNG

Mảng nước và môi trường có LNST đi xuống do dự án mới đi vào vận hành

Doanh thu đạt 114 tỷ đồng (+70% YoY) chủ yếu đến nhờ sản phẩm công nghệ chủ lực của TK Cộng. LNST đạt 267 tỷ đồng (-18% YoY) chủ yếu do ghi nhận khấu hao và lãi vay của dự án tuyến ống dài 40km đã vận hành của nhà máy nước Sông Đà.

Đối với các nhà máy xử lý nước và phân phối nước, sản lượng lần lượt tăng trưởng 1% YoY và 3% YoY. Đáng chú ý, sản lượng nước tại khu vực Khánh Hòa tăng trưởng mạnh mẽ 14% YoY. Chúng tôi cho rằng sự phục hồi của ngành du lịch là một trong những động lực chính cho sự tăng trưởng này.

M&A VÀ CÁC DỰ ÁN MỚI

REE tích cực triển khai các dự án mới, tập trung mở rộng công suất mảng điện

Trong lĩnh vực điện, REE đang triển khai 2 dự án với tổng công suất ước tính 78MW:

Nhà máy	Loại hình	Công suất	Tổng mức đầu tư	Tiến độ
Trà Khúc 2	Thủy điện	30	1.200	Khởi công vào tháng 6/2024
Duyên Hải	Điện gió	48	2.200	Đang chuẩn bị công tác đầu tư. Dự kiến COD vào Q4/2025

Nguồn: REE, VCBS tổng hợp

Trong lĩnh vực nước, REE đã mua lại thành công 20% cổ phần của CTCP Đầu tư Xây dựng Cấp thoát nước Suối Dầu.

TRIỂN VỌNG VÀ KHUYẾN NGHỊ

TRIỂN VỌNG

Vui lòng tham khảo [Báo cáo cập nhật REE](#) được công bố vào 8/11/2024

KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu REE như trong [Báo cáo ngành điện 1H.2025](#) được công bố vào ngày 12/12/2024 với giá mục tiêu 76.000 VND/cp

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị	Chi tiết
MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 6 tháng tới
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 6 tháng tới
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 6 tháng tới.

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh) và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Lý Hoàng Anh Thi

Phó Giám đốc phân tích

ldquang@vcbs.com.vn

Nguyễn Quang Nhựt

Chuyên viên Phân tích

nqnhut@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>